

## 通胀上行遇到紧缩预期，贵金属阴跌

混沌天成研究院

宏观组

联系人：赵旭初

☎：15611668355

✉：zhaoxc@chaosqh.com

从业资格号：F3066629

### 核心观点：

黄金本周继续下行，一度创下半年多来的新低，支撑白银的光伏需求因素在本周随着光伏板块的股价的持续受挫，白银价格也支撑不住了。驱动上，贵金属整体受实际利率拖累明显，名义利率受益于通胀预期和货币政策会提前收紧的共同作用，超出了通胀预期的上行速度，10Y美债收益率最高已经上破1.5%的水平，实际利率从-1%左右回升至接近-0.6%附近，也带动了黄金创下过去半年来新低。

现在的问题是美债收益率会涨到什么时候，美债期权波动率指数触及去年3月份以来的最高水平，市场看多情绪已经很高了，美债利率快速上行会导致市场上愿意去投标财政部债券拍卖的意愿降低，等于是在抬高财政的成本，这是在倒逼央行出手；欧洲也面临着类似的问题，不过欧洲央行已经率先做出了比较鸽派的表态，欧洲央行执委帕内塔表示“必须抵制更陡峭的名义收益率曲线，我们应该毫不犹豫地增加购买规模，如果需要的话，甚至更多”。但鲍威尔仍然无动于衷，出来讲话基本上口径都是与此前一致，市场在预期的Operation twist操作一直没有兑现。

不过市场已经在博弈美联储是否以及何时会OT操作，周五非农数据超预期之后，贵金属、美股先跌后涨再跌再涨，就是这种预期博弈的结果。对于贵金属来说，看到OT的操作，应该就是本轮牛市的最后一波上涨机会，否则就是一路阴跌。

### 策略建议：

没看到联储明确的压制长端利率的表态或者动作，贵金属不看多。

### 风险提示：

美联储不匹配财政刺激



## 一、名义利率

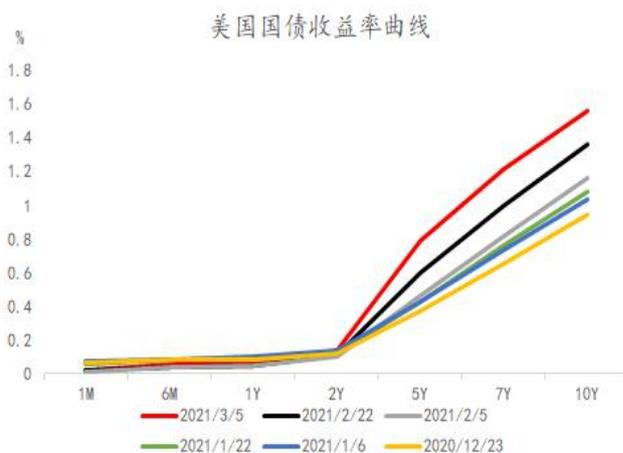
本周美债收益率上冲到 1.5% 的水平，周五晚间在超预期的非农数据的助推下，收益率曲线整体上加速陡峭化，长端美债收益率会受益于通胀上行的驱动以及经济复苏的背景下货币政策只会紧不会松的预期，除非联储出来有压制收益率上行的动作，否则美债收益率上行趋势很难止步。

图表 1：ECRI 增长年率与美债收益率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 2：美债收益率曲线



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 3：制造业 PMI 与美债收益率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 4：高频消费数据与美债名义利率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

美债收益率快速上行的结果是，市场上投标美债的意愿降低了，上周四美国财政部拍卖 620 亿美元的 7 年期国债，但衡量需求的认购倍数创历史新低，仅为 2.04，投标利率也从此前的 0.75% 飙升到 1.2% 的水平，如果都觉得债券收益率会快速上行，那对于投资者最好的办法是，不去竞标

国债了，等几周再去会更便宜。但财政部接下来还要发行大量的债券，耶伦又表态过对中长期债券的热衷，如果利率上行过快，等于是在抬高财政部的债务成本。目前美债市场的期权隐含波动率已经很高了，市场的恐慌情绪很浓。接下来就是观察美联储什么时候开始出手了。

图表 5：美国债发行计划/十亿美元

	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year	FRN
Nov-20	56	54	57	56	41	27	27	24
Dec-20	58	56	59	59	38	24	24	24
Jan-21	60	58	61	62	38	24	24	28
Feb-21	60	58	61	62	41	27	27	26
Mar-21	60	58	61	62	38	24	24	26
Apr-21	60	58	61	62	38	24	24	28

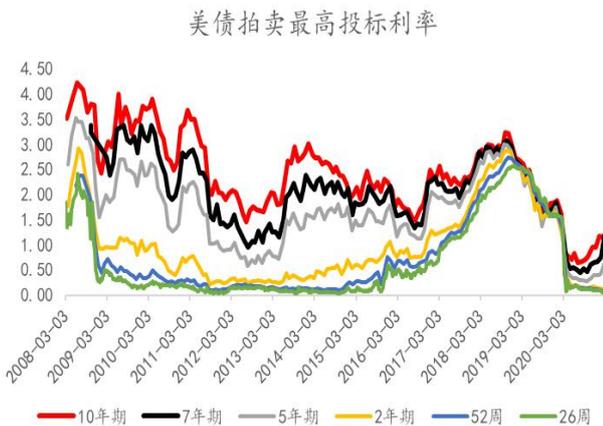
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 6：美债期权隐含波动率



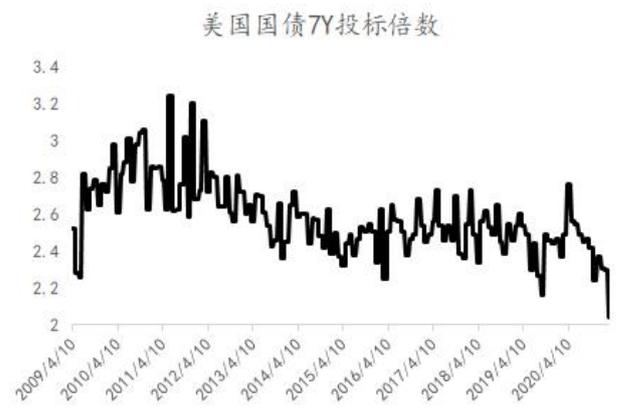
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 7：美国国债发行最高竞标利率



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 8：美国国债发行认购倍数

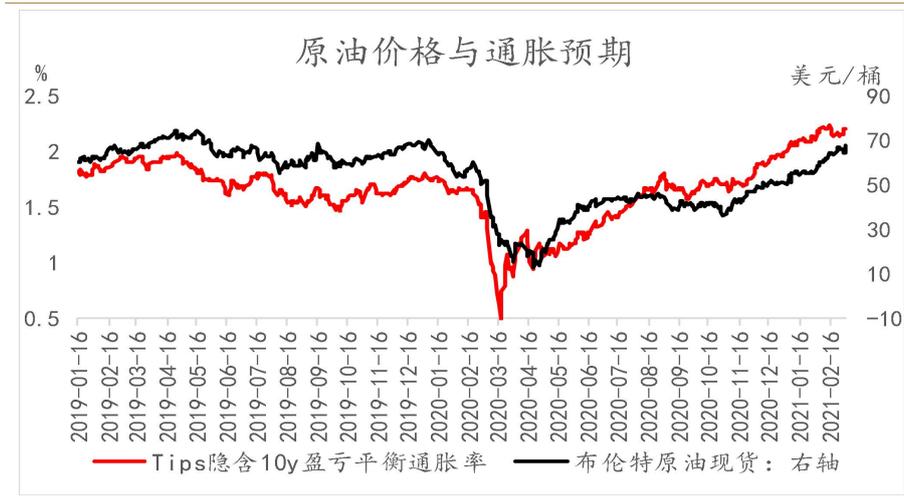


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

## 二、通胀预期

原油价格本周继续走高，布伦特原油已经突破 60 美元的大关，油价持续回升能够从供给端对通胀预期形成支撑。

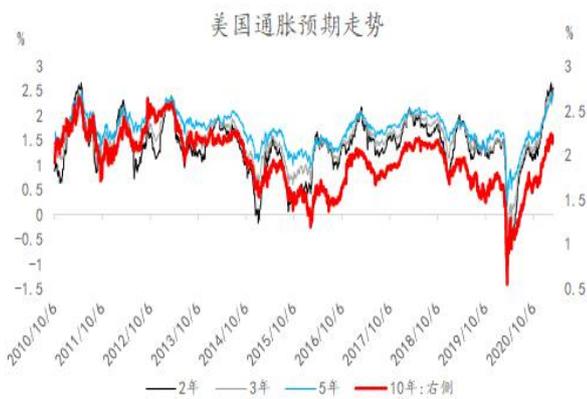
图表 9：原油价格与美国通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

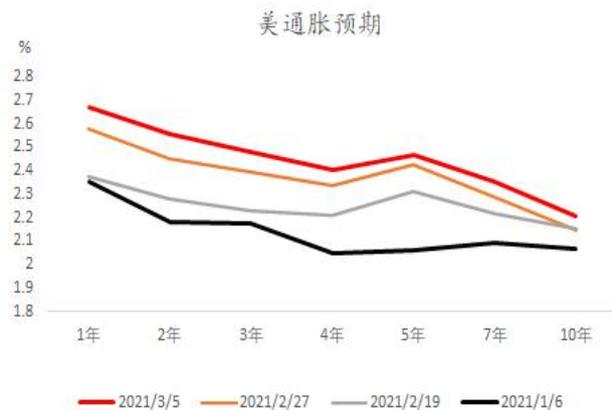
短端的通胀预期已经突破了过去 10 年来的最高水平了，5 年的通胀预期水平已经到了 2008 年以来的新高，长端的通胀预期本周触底回升至 2.2% 的水平，距离过去 10 年的历史最高水平仍然还有约 30bp 的差距。

图表 10：美国各期限通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 11：通胀预期期限结构

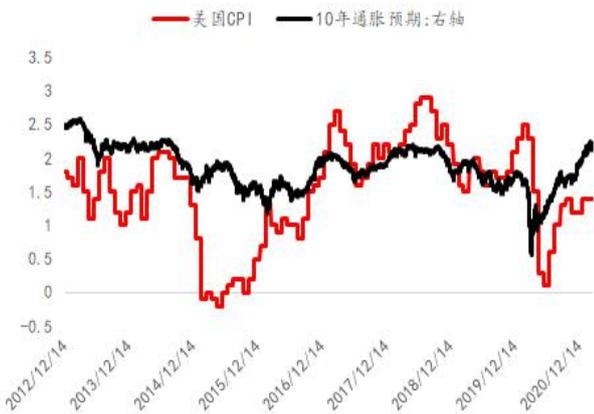


数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

美国 1 月 CPI 数据同比走平，距离疫情之前仍然有较大的差距，不过过去一阵我们可以观察到

各类大宗商品价格开始全面上涨，基础工业品的普涨迟早会传到终端消费品上去。

图表 12：美国通胀与通胀预期变化



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

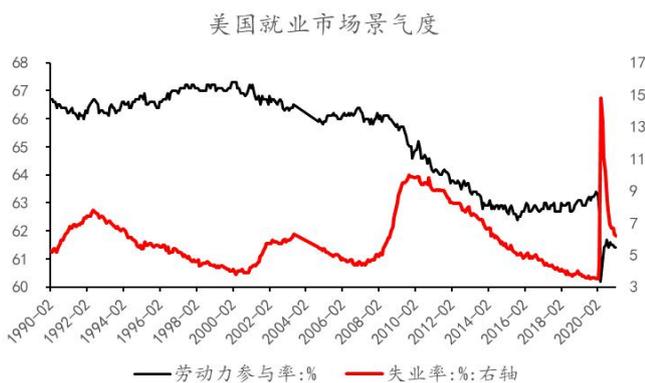
图表 13：商品价格与通胀预期



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

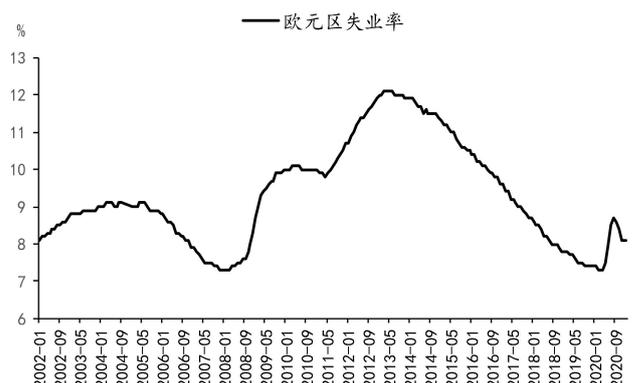
未来对通胀的期待还是有，毕竟美国居民部门的消费能力还在，这一点欧美都一样，储蓄水平相比较往年仍有非常大的增长，而欧美工业生产企业在疫情期间发生了快速的去库，未来的补库行为也会加快通胀水平的回升，同时美国现在疫苗接种速度全球第一，乐观估计的话，到二季度尾声，美国可能就能够实现全体免疫的接种水平，届时经济大概率可以实现重启，利好通胀回升。而美联储的货币政策本身又是有纵容通胀的嫌疑，未来通胀上行的走势可能会超出市场的预期。

图表 14：美国就业情况



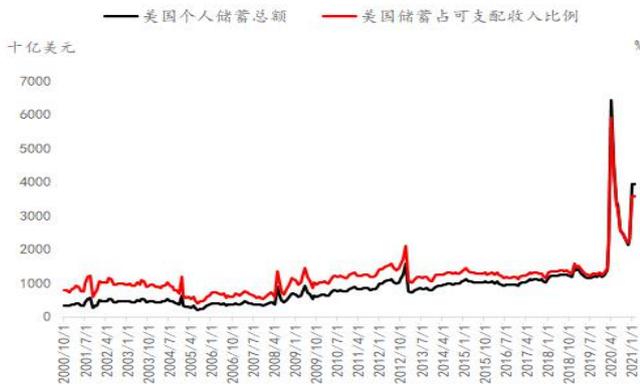
数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 15：欧洲就业情况



数据来源：BLOOMBERG，混沌天成研究院

图表 16: 美国居民储蓄情况



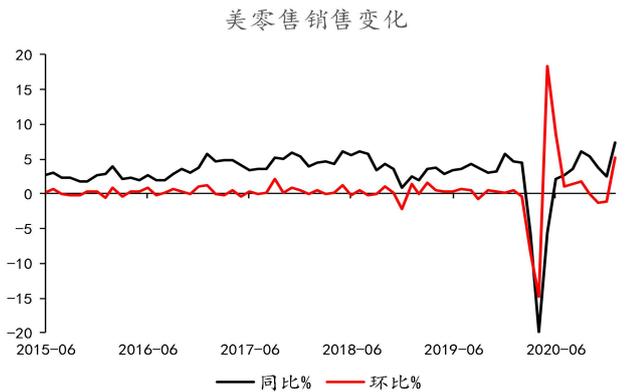
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 17: 欧洲居民储蓄情况



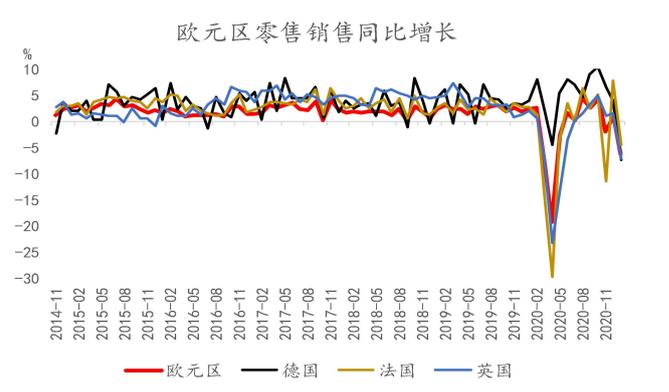
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 18: 美零售销售变化



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 19: 欧元区零售变化



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 20: 美制造商库存情况



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 21: 美零售商库存情况

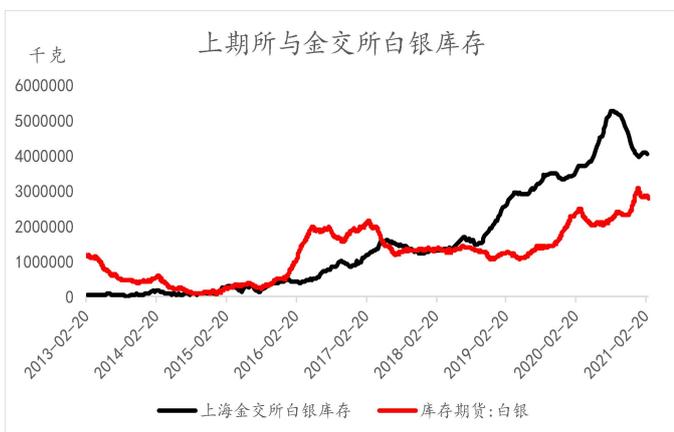


数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

### 三、其他数据监控

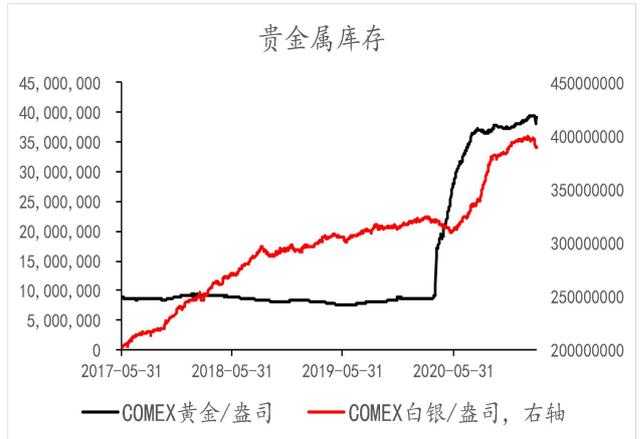
美国商品期货交易委员会(CFTC)周五(3月5日)发布的报告显示,截止至2月24日至3月2日当周:黄金投机性净多头减少26095手合约,至189638手合约,表明投资者看多黄金的意愿降温。投机者持有的白银投机性净多头减少8027手合约,至39616手合约,表明投资者看多白银的意愿降温。

图表 22: 国内白银库存



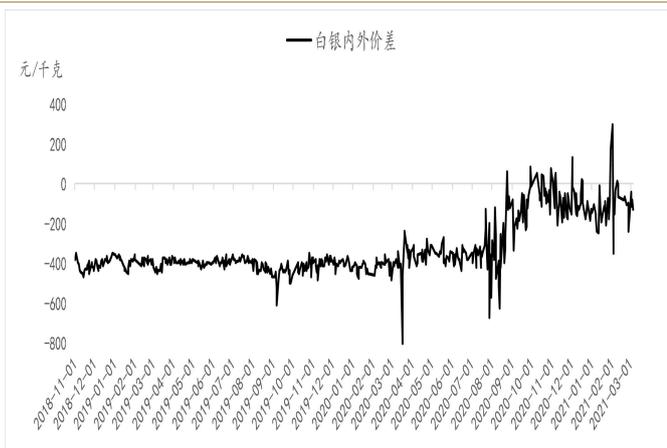
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 23: Comex 库存



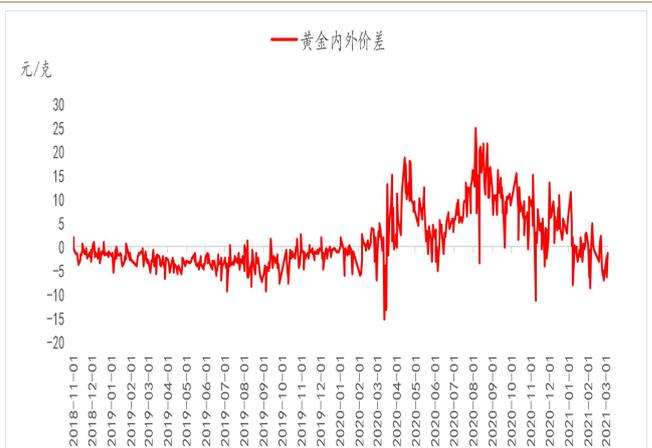
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 24: 白银内外价差



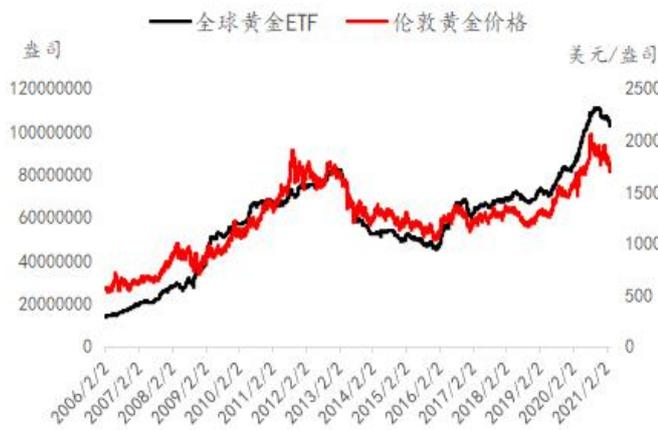
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 25: 黄金内外价差



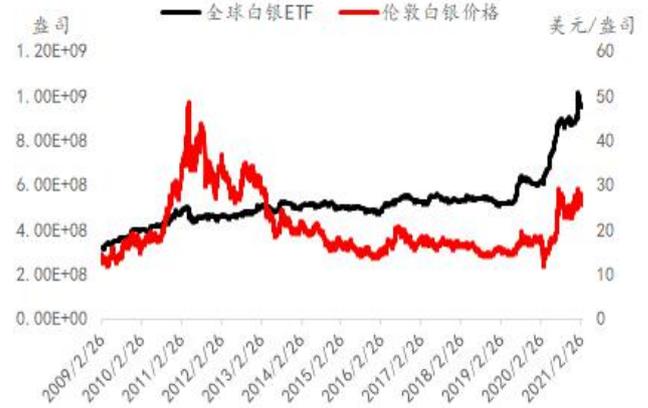
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 26: 黄金 ETF



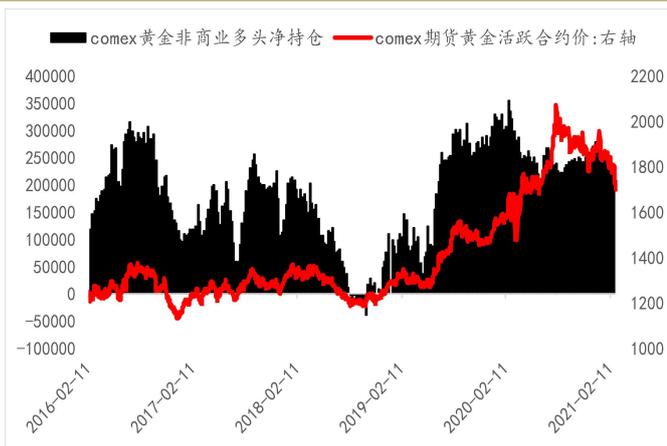
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 27: 白银 ETF



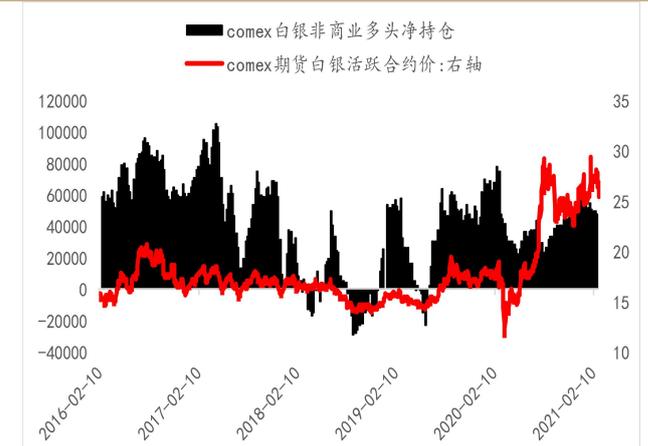
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 28: 黄金投机多头净持仓



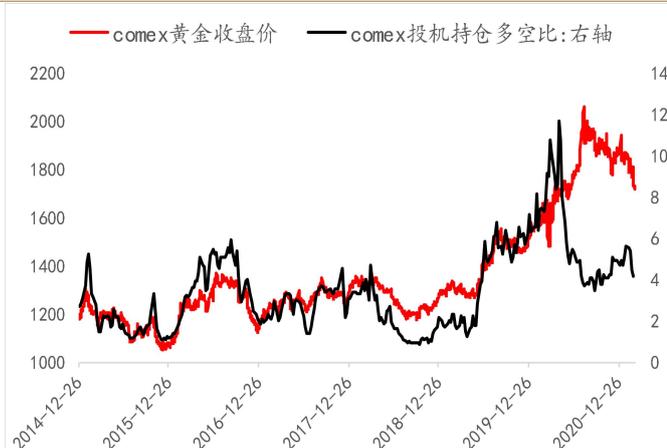
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 29: 白银投机多头净持仓



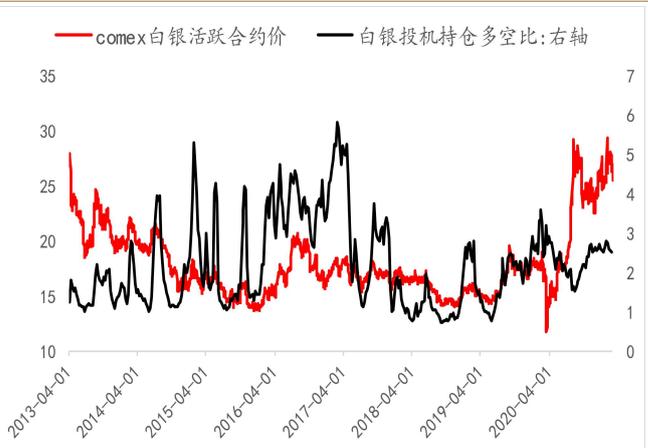
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 30: 黄金多空比



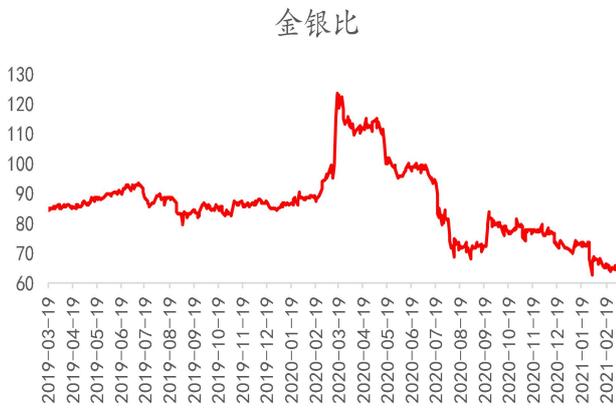
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 31: 白银多空比



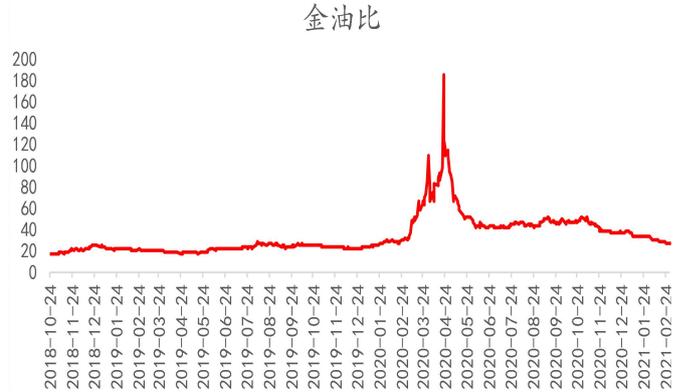
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 32: 伦敦现货金银比



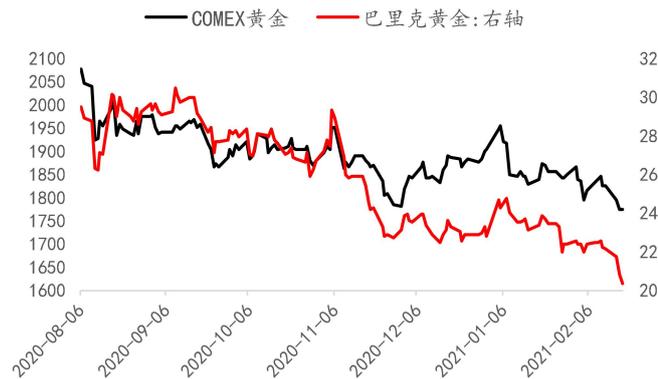
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 33: 伦敦金与布伦特原油



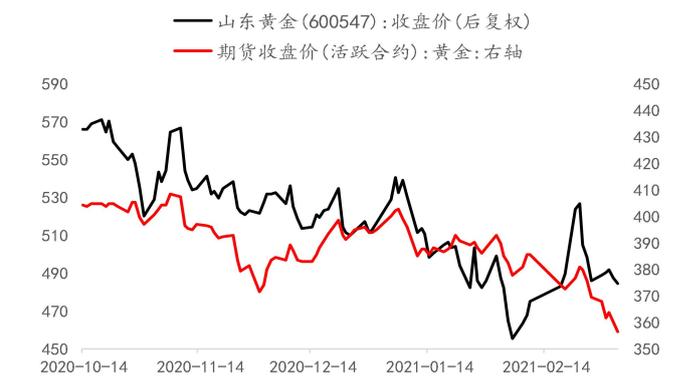
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 34: 巴克黄金价格



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 35: 山东黄金价格



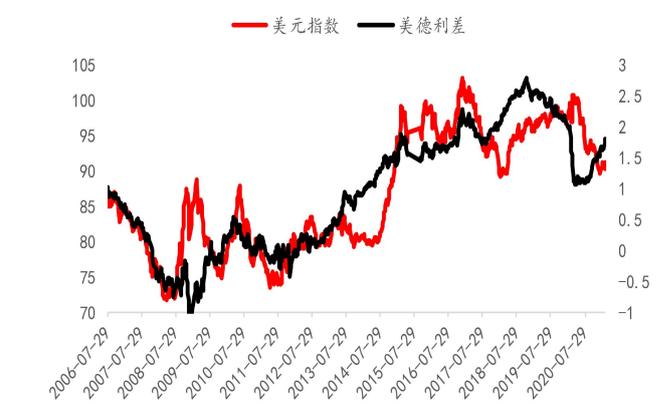
数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 36: 欧元与疫情死亡增速差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院

图表 37: 美元指数与美德利差



数据来源: BLOOMBERG, 混沌天成研究院



### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

长按识别下方二维码，了解更多资讯！



混沌天成研究院